

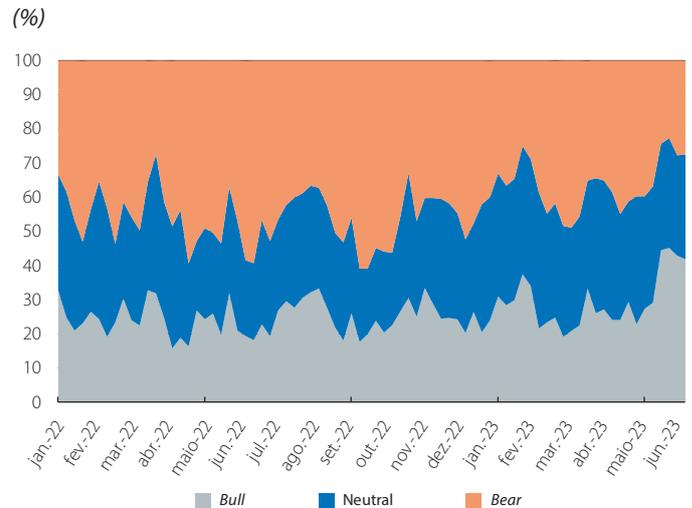
Mês positivo, embora de «mais a menos», nos mercados financeiros

A inflação e a política monetária voltam a estar no centro das atenções. Os mercados financeiros acolheram o mês de junho com maior apetite pelo risco, encorajados pela resolução da crise do teto da dívida dos EUA e a continuação da estabilização dos episódios de tensão financeira de março-abril. O rally primaveril foi, no entanto, atenuado por sinais de pressões inflacionistas persistentes e por um endurecimento do tom hawkish, pelos principais bancos centrais, sob o lema «taxas mais elevadas durante mais tempo». A perda de força dos principais indicadores de sentimento económico no final do 2.º trimestre de 2023, juntamente com alguns sobressaltos na esfera geopolítica, também desencadeou receios de uma possível recessão mundial entre os investidores. Nos mercados financeiros, o panorama complexo refletiu-se em movimentos de vaivém nos principais ativos de risco, que, no cômputo geral, encerraram o mês em território positivo, embora os ganhos das primeiras semanas de junho tenham sido significativamente reduzidos.

Déjà vu? Os bancos centrais alertam para novas subidas de taxas... Nas suas reuniões de junho, os principais bancos centrais reiteraram a necessidade de manter o tom restritivo da política monetária, num cenário em que as taxas diretoras, embora cada vez mais próximas do limite máximo, subiriam algumas décimas de ponto percentual e permaneceriam elevadas durante um período mais longo. O mês começou com subidas inesperadas das taxas no Canadá e na Austrália, cujos bancos centrais tinham decidido interromper o ciclo de subidas no início do ano. Nos EUA, a Reserva Federal manteve as taxas diretoras inalteradas no intervalo 5,00%-5,25%, em linha com as expetativas, embora tenha surpreendido ao sinalizar pelo menos mais duas subidas de taxas no resto do ano (tal como refletido no dot plot). As previsões do mercado monetário apontam para uma elevada probabilidade de duas subidas adicionais, enquanto o início das descidas é adiado para o início de 2024. Por seu lado, como previsto, o BCE aumentou as taxas de juro em 25 p.b. e situou a Depo e a a refi nos 3,50% e 4,00%, respetivamente. Além disso, atendendo à inércia das pressões inflacionistas, segundo a atualização do seu quadro macroeconómico, o BCE apontou para uma nova subida das taxas em julho, embora no âmbito de uma estratégia dependente dos dados. As mensagens mais recentes de alguns membros do BCE colocaram em cima da mesa a possibilidade de aumentos adicionais em setembro, um cenário que já está descontado nas taxas implícitas do mercado monetário.

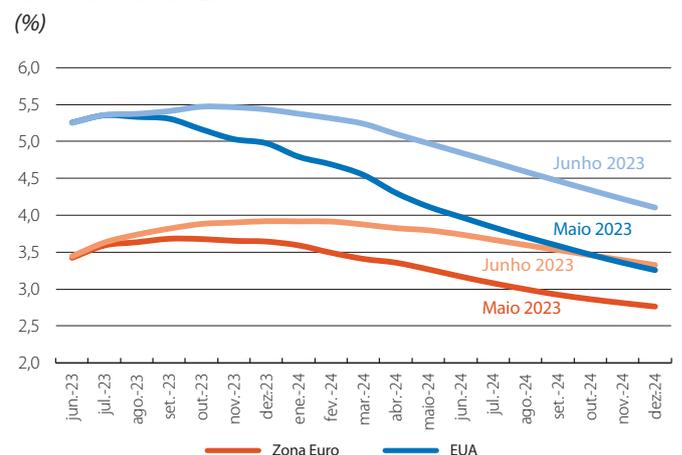
... com exceções: Japão, a China e outros emergentes. Outros bancos centrais da Europa também ajustaram as taxas diretoras em junho: 50 p.b. no Reino Unido e Noruega, e 25 p.b. na Suíça e Suécia. O Banco do Japão continuou a ser um caso isolado ao manter intactas a sua política de taxas negativas e a sua estratégia de controlo da curva soberana. No grupo das economias emergentes, houve duas notáveis surpresas. Por um lado, o banco central da Turquia anunciou um aumento das taxas de juro oficiais de 650 p.b., o primeiro ajustamento em alta desde março de 2021 e poderá representar um certo regresso a uma política monetária mais ortodoxa. Na direção oposta, o Banco Popular da China sur-

EUA : sentimento de mercado



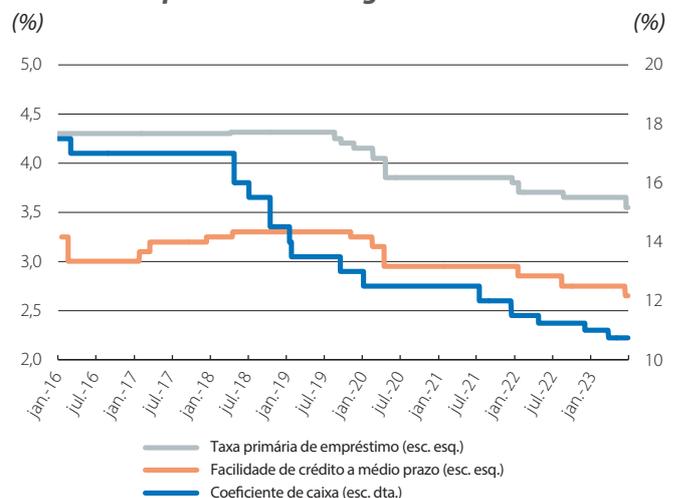
Nota: Percentagem de investidores que respondem ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), neutro ou pessimista (bear).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expetativas sobre as taxas de juro de referência do Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre a EFRR e a taxa OIS da Zona Euro com base nas curvas de rendimento do mercado.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais taxas de juro da China e o coeficiente de reservas para os bancos grossistas



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

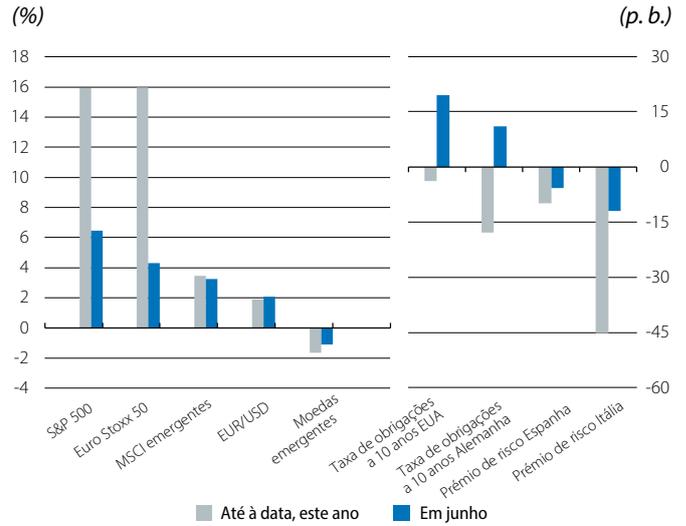
preendeu com um corte de 10 p.b. nas taxas de referência, a primeira descida desde meados de 2022, e que poderá assinalar o início de um pacote de estímulo económico. Os bancos centrais da Hungria e do Vietname também anunciaram cortes nas suas taxas de juro diretoras, enquanto outros países (Chile e Brasil) deram os primeiros sinais de possíveis cortes este ano.

As taxas soberanas acompanham os anúncios monetários. O ajustamento das expectativas dos investidores quanto à evolução das taxas oficiais transmitiu-se a uma subida das taxas soberanas, mais acentuada nas obrigações de prazo mais curto. Consequentemente, as principais curvas soberanas aumentaram o seu investimento: nos EUA, o diferencial do rendimento das obrigações a 10 anos em relação às obrigações a 2 anos atingiu -100 pontos de base, o nível mais baixo desde a década de 1980, enquanto na curva alemã o diferencial foi de -80 pontos de base, o nível mais baixo desde 1992. Simultaneamente, as taxas interbancárias subiram nos dois lados do Atlântico e, na Europa, a Euribor a 12 meses ultrapassou o limiar de 4,0% pela primeira vez desde 2008. Entretanto, os prémios de risco da dívida periférica europeia prolongaram o bom desempenho, com descidas de cerca de 5 pontos base em junho, tanto em Espanha (até 100 p.b.) como em Portugal (até 70 p.b.), e apesar da confirmação de que o BCE deixará de investir a totalidade dos vencimentos do APP. O diferencial mais estreito das taxas de juro oficiais e o aumento do apetite pelo risco contribuíram para uma apreciação do euro face ao dólar, que fechou o mês a negociar perto do nível 1,10.

Os mercados bolsistas internacionais retomam o seu movimento ascendente. No que respeita às ações, os índices avançaram em junho, embora num padrão «de mais para menos» (o índice global MSCI subiu 6,0% na primeira metade de junho, antes de cair 0,3% na segunda metade) e de forma desigual entre países e sectores. Assim, a bolsa nos EUA manteve-se em terreno positivo (6,5% em junho e 15,9% desde o início do ano para o S&P 500) e reduziu a diferença em relação aos índices europeus (4,3% em junho e 16,0% desde o início do ano para o Euro Stoxx 50). A nível sectorial, a perspectiva de um cenário de taxas de juro mais elevadas beneficiou o desempenho do sector bancário, enquanto o sector tecnológico abrandou o seu ritmo de progressão, mas manteve-se na vanguarda da recuperação do mercado bolsista até à data. Entretanto, os mercados emergentes beneficiaram de um maior apetite pelo risco, especialmente nos países da América Latina.

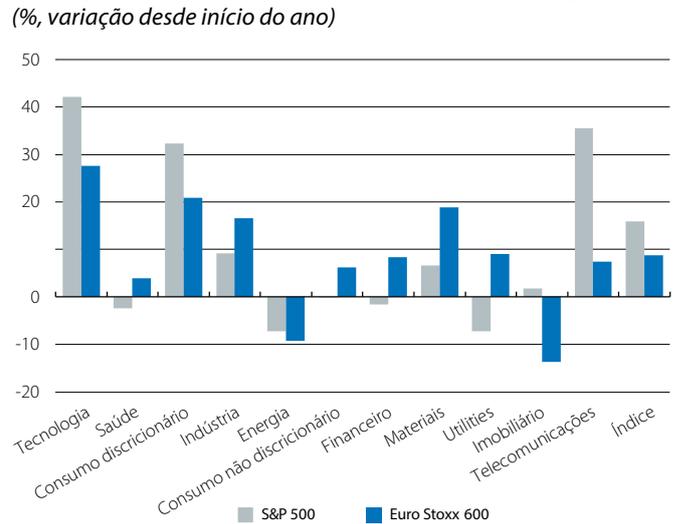
Matérias-primas: a tônica continua a ser colocada na procura. Como tem sido a tendência nos últimos meses, os preços do petróleo continuaram a flutuar entre os 70 e os 80 dólares por barril de petróleo bruto Brent. Nem mesmo o anúncio inesperado de cortes na produção por parte da Arábia Saudita (mais 1 milhão de barris por dia em julho) e a convulsão militar na Rússia foram suficientes para abalar os receios dos investidores de um arrefecimento da procura. O tom fraco dos dados económicos chineses também exerceu uma pressão descendente sobre os preços dos metais industriais. Entretanto, as temperaturas mais elevadas no hemisfério norte, juntamente com algumas perturbações da oferta em alguns países produtores, levaram a uma recuperação dos preços do gás natural (o TTF holandês atingiu 40 euros/MWh), embora a níveis substancialmente mais baixos do que há um ano.

Variação das variáveis financeiras selecionadas



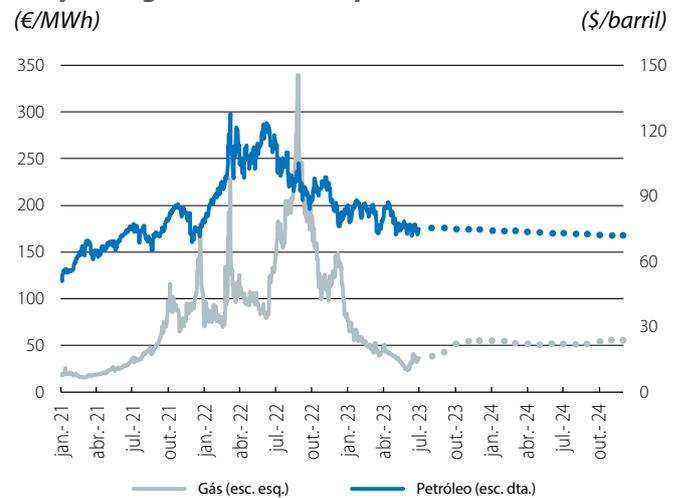
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Variações nos sectores S&P 500 e Stoxx Europe 600



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços do gás natural e do petróleo



Notas: Gás natural TTF e petróleo Brent. Os pontos indicam os preços dos contratos futuros de petróleo e gás para cada mês.

Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

A política monetária fez (todos?) os seus trabalhos de casa

Nos últimos dois anos, a inflação e as taxas de juro ultrapassaram o debate económico e passaram a estar nas preocupações de grande parte da sociedade. Este facto é ilustrado pelo número de pesquisas no Google para os termos «inflation» e «interest rates», com máximos históricos em junho de 2022 e março de 2023, respetivamente. E não é por acaso que seguem esta ordem, visto que os bancos centrais aumentaram as taxas de juro em resposta à subida da inflação. Neste artigo, tentaremos fundamentar o que aconteceu nas economias avançadas em termos de inflação e taxas de juro, com o benefício que dá o tempo já decorrido, e apontar a direção provável para os próximos meses.

Acontecimentos até junho de 2023

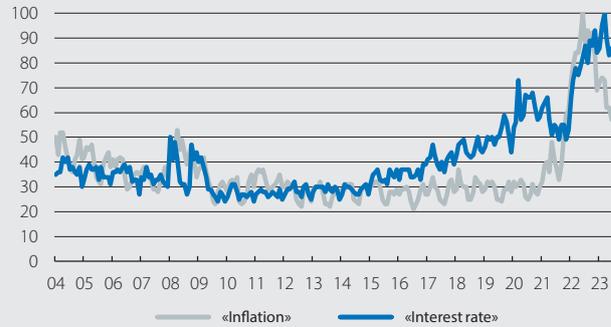
O episódio inflacionista que começou em 2021 tem sido de natureza global, com nuances idiossincráticas, mas com elementos comuns nas principais economias avançadas. Em primeiro lugar, o fim dos confinamentos para evitar o contágio da COVID-19 teve dois efeitos na inflação: por um lado, as famílias tinham acumulado poupanças que, aquando da reabertura, conduziram a um aumento da procura de bens e serviços. Por outro, verificou-se uma mudança nos padrões de consumo, com uma tendência para os bens duradouros, o que, juntamente com o peso da pandemia nas cadeias de abastecimento mundiais, causou estrangulamentos e exerceu pressão sobre o preço dos bens (por exemplo, através de um aumento do preço dos fretes dos contentores nas rotas marítimas). Em segundo lugar, a eclosão da guerra na Ucrânia levou a um pico no preço dos alimentos, do gás e do petróleo, produtos-chave tanto na origem da cadeia de formação de preços como no cabaz de consumo final. Em terceiro lugar, esta dinâmica foi também transferida para outros *commodities* mundiais, como os materiais industriais. Por último, a força dos mercados de trabalho: a taxa de desemprego atingiu um mínimo de 54 anos nos EUA e mínimos históricos na Zona Euro. Isto permitiu que os salários evoluíssem de forma dinâmica, limitando um pouco a perda de poder de compra, mas ao mesmo tempo implicando um aumento dos custos das empresas, embora com um impacto quantitativamente moderado nos preços do cabaz de consumo.

Neste contexto, e para manter as expectativas de inflação devidamente ancoradas, os bancos centrais começaram a subir as taxas de juro, com maior ou menor antecedência (em outubro de 2021 na Nova Zelândia ou em julho de 2022 na área do euro).¹ Assim, todos, com exceção do Banco do Japão, conduziram a política monetária de forma nitida-

1. Nas economias emergentes, a subida das taxas começou um pouco mais cedo do que nas economias avançadas e tem sido, em geral, mais agressiva.

Mundo: pesquisas no Google sobre inflação e taxas de juro

Índice (100 = máximo)

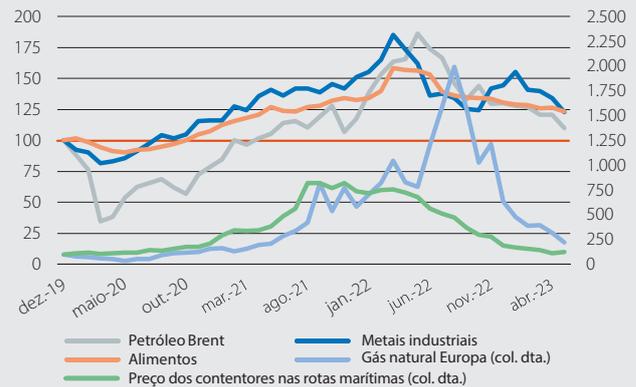


Notas: Os números refletem o interesse da pesquisa em relação ao valor máximo. Um valor de 100 indica a popularidade máxima do termo, enquanto 50 indica que um termo é metade da popularidade relativamente ao valor máximo.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Google Trends.

Preço de diferentes commodities e serviços globais

Índice (100 = dezembro 2019)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da Food and Agriculture Organization e da Freightos.

mente restritiva, numa tentativa de conter a inflação, arrefecer o mercado de trabalho e, em alguns casos, controlar a exuberância de alguns mercados imobiliários.²

No final de 2022, a maioria dos bancos centrais via o limite máximo para a subida das taxas de juro mais próximo e estava a ajustar a velocidade a que pretendia atingi-lo. Portanto, por exemplo, a Fed e o BCE deixaram de aumentar as taxas de juro de 75 p.b. em 75 p.b. ou de 50 p. b. em 50 p.b. para o tornar 25 p.b. em 25 p.b. e, como aconteceu no passado mês de junho no caso da Reserva Federal, até mesmo a possibilidade de deixar de aumentar as taxas em algumas reuniões. Além disso, como se pode ver no quarto gráfico, o que aconteceu em 2023 até junho correspondeu, em ter-

2. Ver Focus «Os mercados imobiliários nas economias avançadas face à restritividade da política monetária (parte I)» no IM04/2023.

mos gerais, às expectativas do consenso dos analistas e dos investidores (a diferença entre o ponto laranja e a barra cinzenta é pequena em quase todas as regiões).

O que pode acontecer a seguir

Nos últimos meses, assistimos a uma moderação dos principais fatores de inflação elevada, também visível no segundo gráfico. Por um lado, os preços da energia, os custos dos contentores e o preço de vários materiais normalizaram-se, e até os preços dos alimentos estão a dar sinais de moderação. Por outro lado, a reserva de poupança está a esgotar-se. Nos EUA, as últimas estimativas da Reserva Federal de São Francisco sugerem que existem apenas cerca de 500 mil milhões de dólares em poupanças (2,1% do PIB), não necessariamente distribuídas de forma homogénea entre os agregados familiares.³ Por último, e embora a um ritmo desigual, estão a surgir sinais desinflationistas no conjunto do cabaz.⁴

Neste contexto de inflação a moderar-se, mas de crescimento económico e de mercados de trabalho resilientes, os bancos centrais continuam a exibir uma retórica agressiva: não querem dar um fim prematuro à luta contra a inflação. Sabe-se que a política monetária afeta a atividade económica e, mais ainda, a inflação, com um desfasamento, pelo que avaliar exatamente qual o nível atual das taxas de juro adequado para um arrefecimento suficiente da economia para fazer baixar a inflação é uma tarefa muito complexa. Existe demasiada incerteza de qual o nível de taxas de juro necessário para fazer regressar a inflação ao objetivo de 2% sem ultrapassar os limites. No entanto, face a estas considerações, os bancos centrais são confrontados com a resistência dos indicadores económicos que convidam a novas subidas das taxas de juro. Neste dilema, a nova estratégia de política monetária parece continuar a envolver novas subidas da política monetária, mas estas seriam poucas e a um ritmo gradual, como esperado pelos mercados financeiros (como se pode ver na pequena diferença entre os pontos laranja e azul no quarto gráfico em cada região).

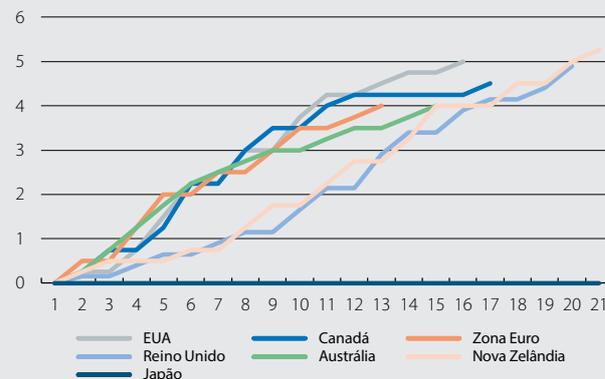
Assim, acreditamos que as taxas diretoras dos bancos centrais ainda têm alguma margem para subir e, muito provavelmente, tanto a Fed como o BCE voltarão a aumentar as taxas em julho, embora o fim do ciclo de subida das taxas de juro deva estar próximo.

Posto isto, para além de entrar em pormenores sobre se a Fed ou o BCE ainda têm 25 p.b. ou 50 p.b. por aumentar as taxas de juro, o que parece bastante claro no tom dos bancos centrais é que o ambiente de taxas de juro restritivas se manterá durante algum tempo. Por outras palavras, mes-

3. Abdelrahman, H. e Oliveira, L. E. (2023). «The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings». Economic Letter. Reserva Federal de São Francisco.
 4. Ver Focus «Inflação europeia: o princípio do fim ou o fim do princípio?», no presente relatório, para mais pormenores sobre estas pressões desinflationistas, com ênfase na Zona Euro.

O ciclo de subida das taxas de juro pelos diferentes bancos centrais

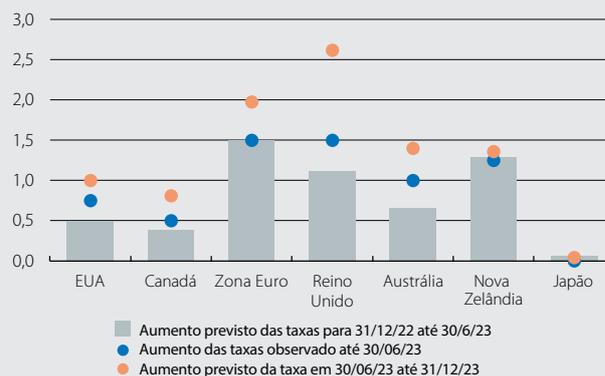
(p. p.)



Notas: No eixo horizontal, indicamos os meses decorridos desde o primeiro aumento deste ciclo. No eixo vertical, o p. p. pelo qual as taxas de juro oficiais aumentaram desde então.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Aumentos das taxas oficiais em 2023, realizados e esperados em diferentes momentos

(p. p.)



Nota: As expectativas são medidas pelas taxas de juro implícitas das taxas overnight em cada região.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

mo que a Fed não continuasse a aumentar as taxas de juro (e mesmo que começasse a reduzi-las gradualmente no quarto trimestre), as taxas de juro manter-se-iam em níveis restritivos durante grande parte de 2024. A título ilustrativo, as nossas previsões apontam para taxas de juro da Reserva Federal (limite superior do intervalo de objetivo) e do BCE (depo) de 3,75% e 3,00% no final de 2024, respetivamente. Esta orientação de aperto sustentado da política monetária, apoiada pela redução do balanço do banco central, deve ser suficiente para moderar o crescimento económico, arrefecer os mercados de trabalho e trazer a inflação de volta ao objetivo de 2%, especialmente quando a evidência mostra que os efeitos macroeconómicos da política monetária aparecem com um desfasamento (tendo em conta que o aperto no último ano tem sido intenso) e vários indicadores de fase intermédia (como as condições de crédito) mostram que a transmissão da política monetária está a funcionar.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	4,00	3,75	25	150,0	400,0
Euribor 3 meses	3,58	3,46	11	144,5	375,3
Euribor 12 meses	4,13	3,94	20	84,3	317,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	3,59	3,17	42	98,9	320,5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,20	2,72	48	43,2	268,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,39	2,28	11	-17,9	116,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,39	3,33	5	-27,8	111,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,13	3,02	10	-46,1	85,5
EUA					
Fed funds (limite superior)	5,25	5,25	0	75,0	350,0
Libor 3 meses	5,55	5,52	3	77,8	325,3
Libor 12 meses	6,04	5,72	33	55,9	247,7
Dívida pública a 1 ano	5,39	5,17	22	70,5	273,2
Dívida pública a 2 anos	4,90	4,40	49	47,0	206,3
Dívida pública a 10 anos	3,84	3,64	19	-3,8	95,6

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2023 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	82	-7	-16,2	-45,9
Itraxx Financeiro Sénior	85	93	-8	-14,0	-46,6
Itraxx Financeiro Subordinado	160	173	-13	-12,1	-91,4

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,091	1,069	2,1	1,9	4,8
EUR/JPY (ienes por euro)	157,440	148,950	5,7	12,1	11,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,859	0,859	0,0	-2,9	-0,3
USD/JPY (ienes por dólar)	144,310	139,340	3,6	10,1	6,7

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	547,8	541,5	1,2	-1,3	-7,1
Brent (\$/barril)	74,9	72,7	3,1	-12,8	-40,0
Ouro (\$/onça)	1.919,4	1.962,7	-2,2	5,2	6,0

Mercados bolsistas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2023 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.450,4	4.179,8	6,5	15,9	16,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.399,1	4.218,0	4,3	16,0	27,6
Ibex 35 (Espanha)	9.593,0	9.050,2	6,0	16,6	17,3
PSI 20 (Portugal)	5.920,3	5.729,4	3,3	3,4	-2,2
Nikkei 225 (Japão)	33.189,0	30.887,9	7,5	27,2	28,0
MSCI emergentes	989,5	958,5	3,2	3,5	-0,3